

第5回産官学フォーラム
イノベーションとベンチャーファイナンス

近年のベンチャーファイナンス の動向と課題

2019年7月29日(木)17:00より

場所：東大本郷キャンパス国際学術総合
研究棟TAISEIホール（14階）

フェムトパートナーズ株式会社
ゼネラルパートナー
磯崎 哲也

The logo for femto, featuring the word "femto" in a white, lowercase, serif font with a brushstroke-like effect on the letter 'f'. The logo is positioned on the right side of the slide, set against a background of a blue sky with white clouds.

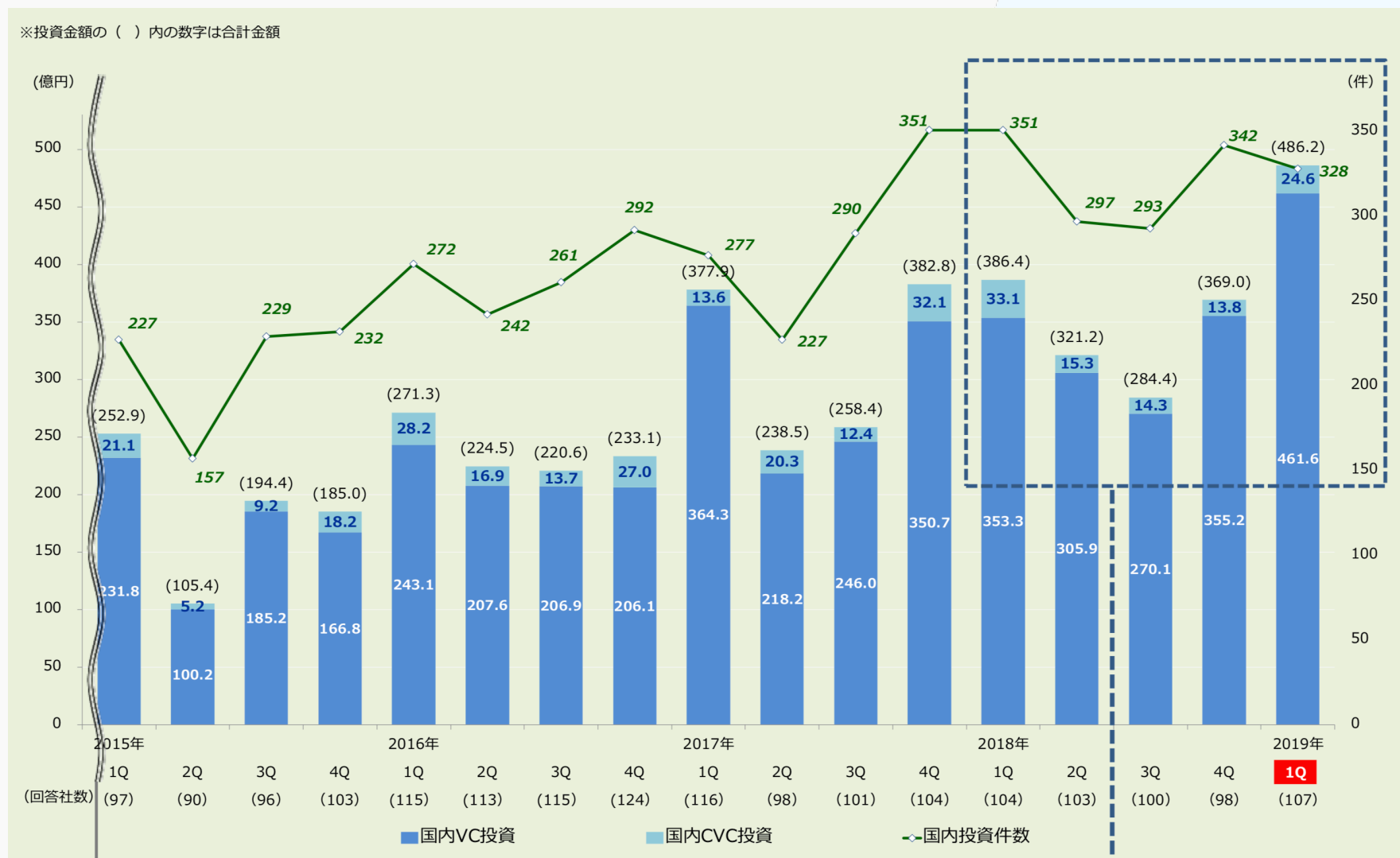
磯崎哲也 自己紹介

- 新卒後、長銀総合研究所に入社。新規事業等担当のコンサルタント、情報通信関連アナリスト。
- 1998年から現カブドットコム証券立ち上げ、ネットイヤーグループCFOなどの後、カブドットコム証券社外取締役、ミクシィ社外監査役、中央大学法科大学院兼任講師などを歴任。
- 2012年1月 Femto Startup LLP
- 2013年4月 Femto Growth Capital
- 2017年3月 Femto Partners
- 著書「起業のファイナンス」「起業のエクイティ・ファイナンス」
- ブログ「isologue」
<https://isologue.tez.com>



近年のベンチャー生態系の変化

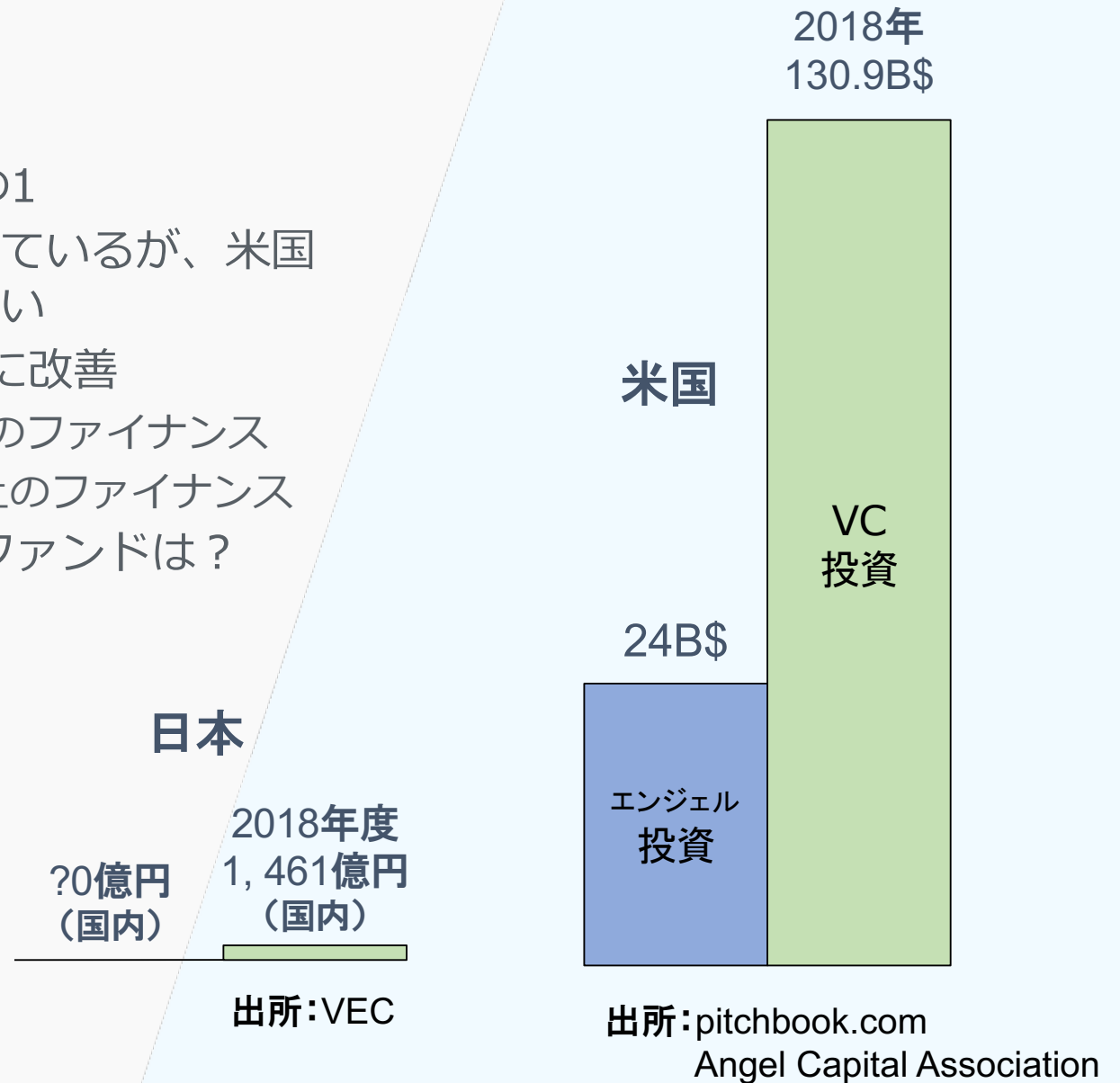
ファンド投資金額推移



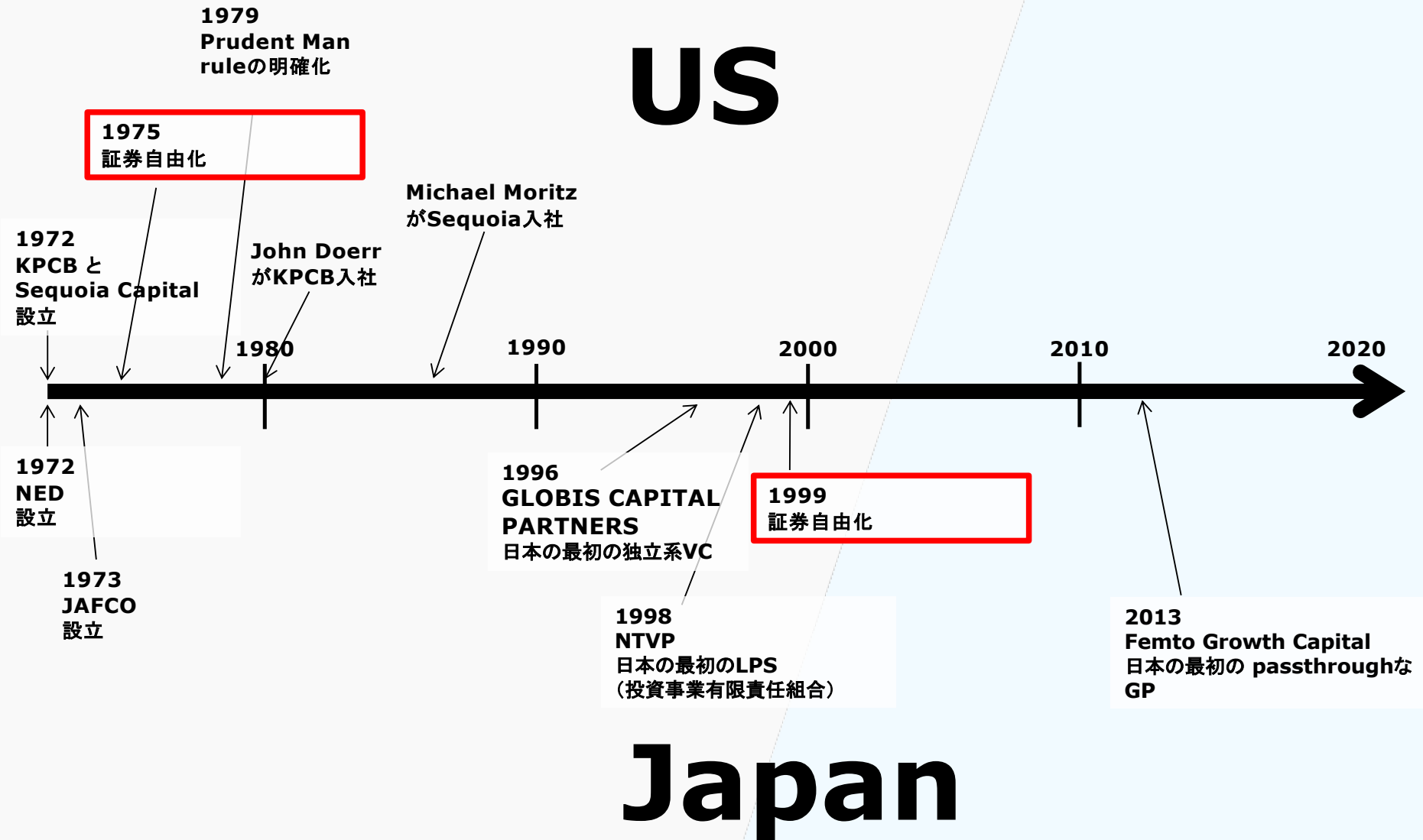
(出所：一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「直近四半期 投資動向調査2019年第1四半期」)

日米のベンチャー投資の規模の差

- VC投資は米国の100分の1
- エンジェル投資は増加しているが、米国と比較すると無いに等しい
- ただし、この5年で急速に改善
 - 2012年：1億円以上のファイナンス
 - 2017年：10億円以上のファイナンス
- ソフトバンク ビジョンファンドは？



日米のベンチャーエコシステムの歴史



エクイティ・ファイナンスの差

- 平成30年間の、世界時価総額ランキング
(出所：週刊ダイヤモンド)
- 「インセンティブの力」の差
- 「ステイク」を持つか持たないか

平成元年
世界時価総額ランキング

順位	企業名	時価総額 (億ドル)	国名
1	NTT	1,638.6	日本
2	日本興業銀行	715.9	日本
3	住友銀行	695.9	日本
4	富士銀行	670.8	日本
5	第一勧業銀行	660.9	日本
6	IBM	646.5	米国
7	三菱銀行	592.7	日本
8	エクソン	549.2	米国
9	東京電力	544.6	日本
10	ロイヤル・ダッチ・シェル	543.6	英国
11	トヨタ自動車	541.7	日本
12	GE	493.6	米国
13	三和銀行	492.9	日本
14	野村證券	444.4	日本
15	新日本製鐵	414.8	日本
16	AT&T	381.2	米国
17	日立製作所	358.2	日本
18	松下電器	357.0	日本
19	フィリップ・モリス	321.4	米国
20	東芝	309.1	日本
21	関西電力	308.9	日本
22	日本長期信用銀行	308.5	日本
23	東海銀行	305.4	日本
24	三井銀行	296.9	日本
25	メルク	275.2	米国
26	日産自動車	269.8	日本
27	三菱重工業	266.5	日本
28	デュボン	260.8	米国
29	GM	252.5	米国
30	三菱信託銀行	246.7	日本
31	BT	242.9	英国
32	ベル・サウス	241.7	米国
33	BP	241.5	英国
34	フォード・モーター	239.3	米国
35	アモコ	229.3	米国
36	東京銀行	224.6	日本
37	中部電力	219.7	日本
38	住友信託銀行	218.7	日本
39	コカ・コーラ	215.0	米国
40	ウォルマート	214.9	米国
41	三菱地所	214.5	日本
42	川崎製鉄	213.0	日本
43	モービル	211.5	米国
44	東京ガス	211.3	日本
45	東京海上火災保険	209.1	日本
46	NKK	201.5	日本
47	アルコ	196.3	米国
48	日本電気	196.1	日本
49	大和証券	191.1	日本
50	旭硝子	190.5	日本

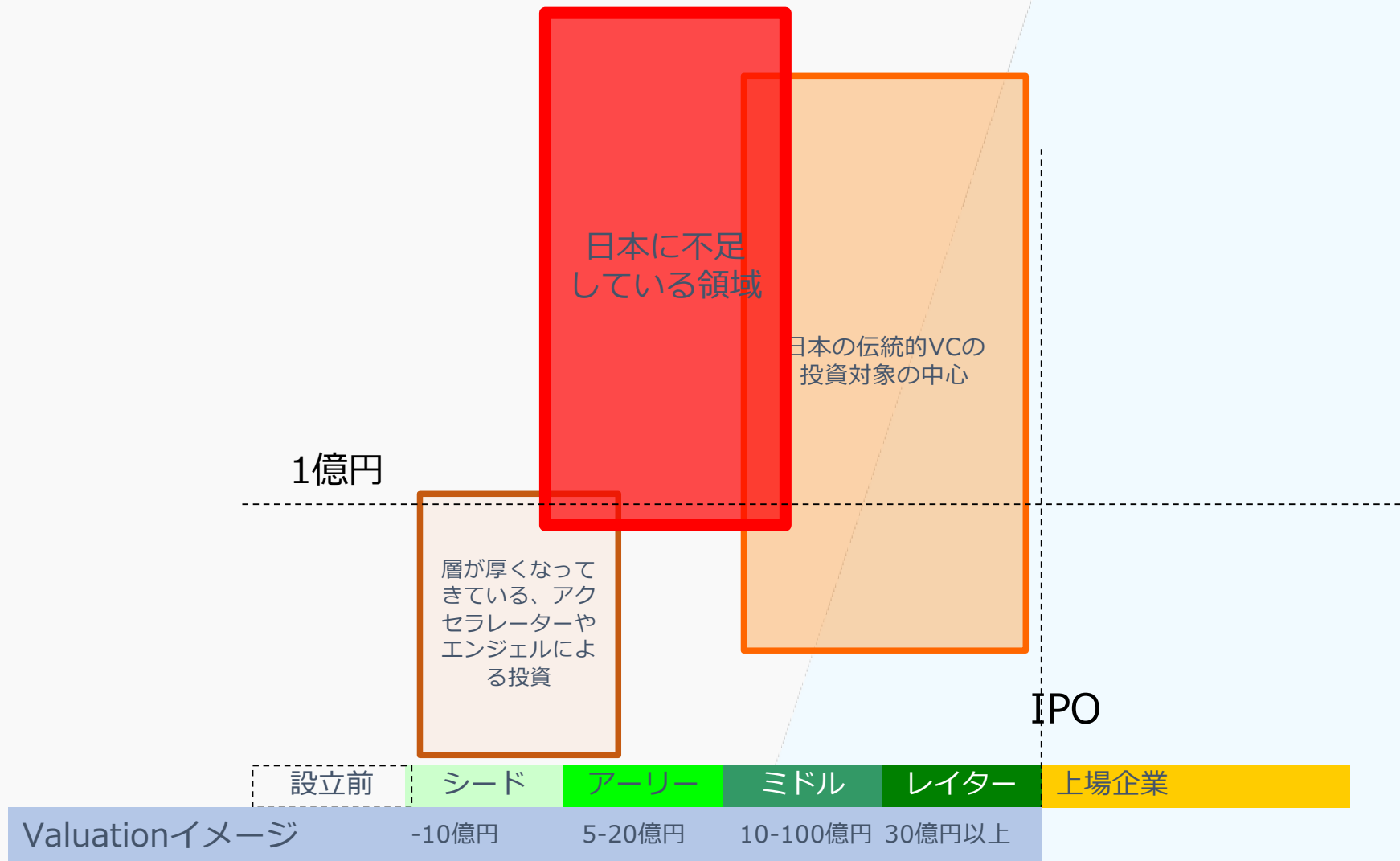
出所:米ビジネスウィーク誌(1989年7月17日号)
「THE BUSINESS WEEK GLOBAL1000」

平成30年
世界時価総額ランキング

順位	企業名	時価総額 (億ドル)	国名
1	アップル	9,409.5	米国
2	アマゾン・ドット・コム	8,800.6	米国
3	アルファベット	8,336.6	米国
4	マイクロソフト	8,158.4	米国
5	フェイスブック	6,092.5	米国
6	パークシャー・ハサウェイ	4,925.0	米国
7	アリババグループホールディング	4,795.8	中国
8	テンセントホールディングス	4,557.3	中国
9	JPモルガン・チェース	3,740.0	米国
10	エクソン・モービル	3,446.5	米国
11	ジョンソン・エンド・ジョンソン	3,375.5	米国
12	ビザ	3,143.8	米国
13	バンク・オブ・アメリカ	3,016.8	米国
14	ロイヤル・ダッチ・シェル	2,899.7	英国
15	中国工商銀行	2,870.7	中国
16	サムスン電子	2,842.8	韓国
17	ウェルズ・ファーゴ	2,735.4	米国
18	ウォルマート	2,598.5	米国
19	中国建設銀行	2,502.8	中国
20	ネスレ	2,455.2	スイス
21	ユナイテッドヘルスグループ	2,431.0	米国
22	インテル	2,419.0	米国
23	アンハイザー・ブッシュ・インパブ	2,372.0	ベルギー
24	シエプロン	2,336.5	米国
25	ホーム・デポ	2,335.4	米国
26	ファイザー	2,183.6	米国
27	マスターカード	2,166.3	米国
28	バライゾン・コミュニケーションズ	2,091.6	米国
29	ボーイング	2,043.8	米国
30	ロシュ・ホールディング	2,014.9	スイス
31	台湾・セミコンダクター マニュファクチャリング	2,013.2	台湾
32	ペトロチャイナ	1,983.5	中国
33	P&G	1,978.5	米国
34	シスコ・システムズ	1,975.7	米国
35	トヨタ自動車	1,939.8	日本
36	オラクル	1,939.3	米国
37	コカ・コーラ	1,925.8	米国
38	ノバルティス	1,921.9	スイス
39	AT&T	1,911.9	米国
40	HSBC・ホールディングス	1,873.8	英国
41	チャイナ・モバイル	1,786.7	香港
42	LVMH モエ・ヘネシー・ルイ・ヴィトン	1,747.8	フランス
43	シティグループ	1,742.0	米国
44	中国農業銀行	1,693.0	中国
45	メルク	1,682.0	米国
46	ウォルト・ディズニー	1,661.6	米国
47	ペプシコ	1,641.5	米国
48	中国平安保険	1,637.7	中国
49	トタル	1,611.3	フランス
50	ネットフリックス	1,572.2	米国

*7月20日時点。各種データを基に本誌編集部作成

億円単位をアーリーに投資するVCはごく少数

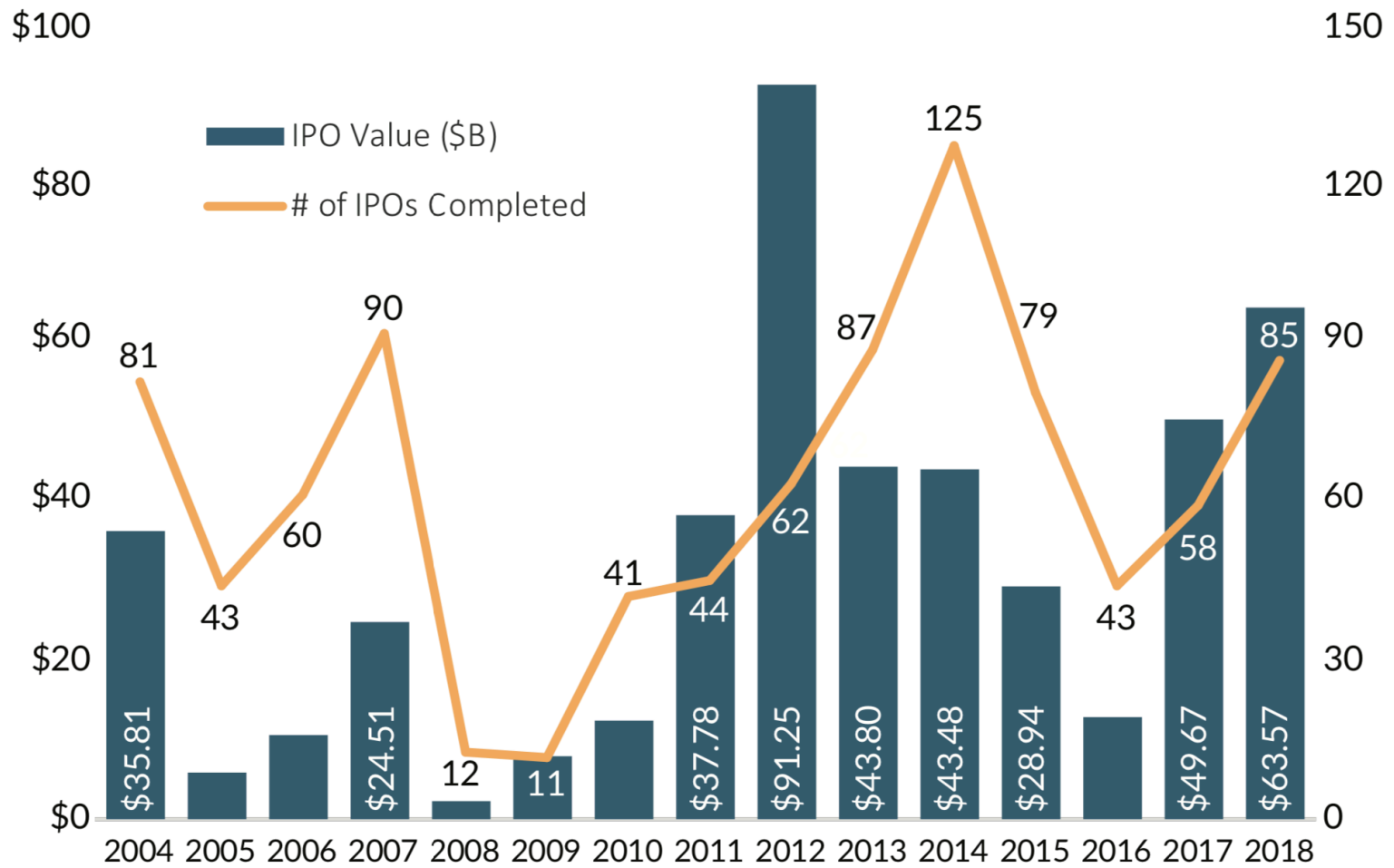


ベンチャー生態系とは「市場メカニズム」そのものである

- 市場参加者の数・規模とインセンティブ
 - エンジェル
 - exitした元スタートアップ経営者
 - VC
 - VCに資金を供給する投資家
 - スタートアップを買収する企業
 - 元スタートアップの大企業
 - 主幹事証券
- 「卵とニワトリ」
 - 多数のスタートアップを巨大企業に育てる必要

IPO数は増えない

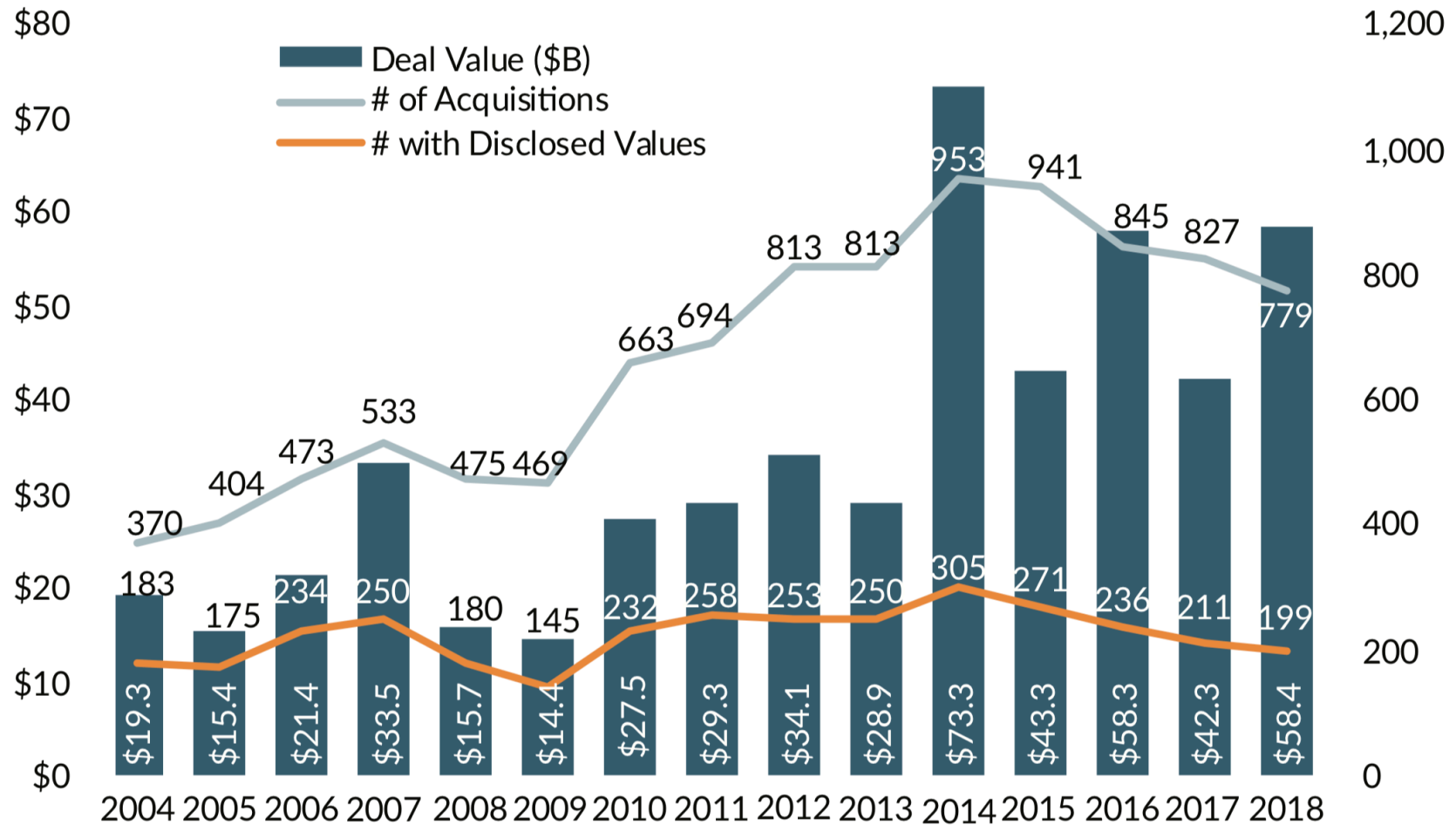
U.S. VC-backed IPOs by Year



Source: NVCA 2019 Yearbook, Data Provided by PitchBook

M&A数の数を増やすしかない

U.S. Venture-backed M&A Activity



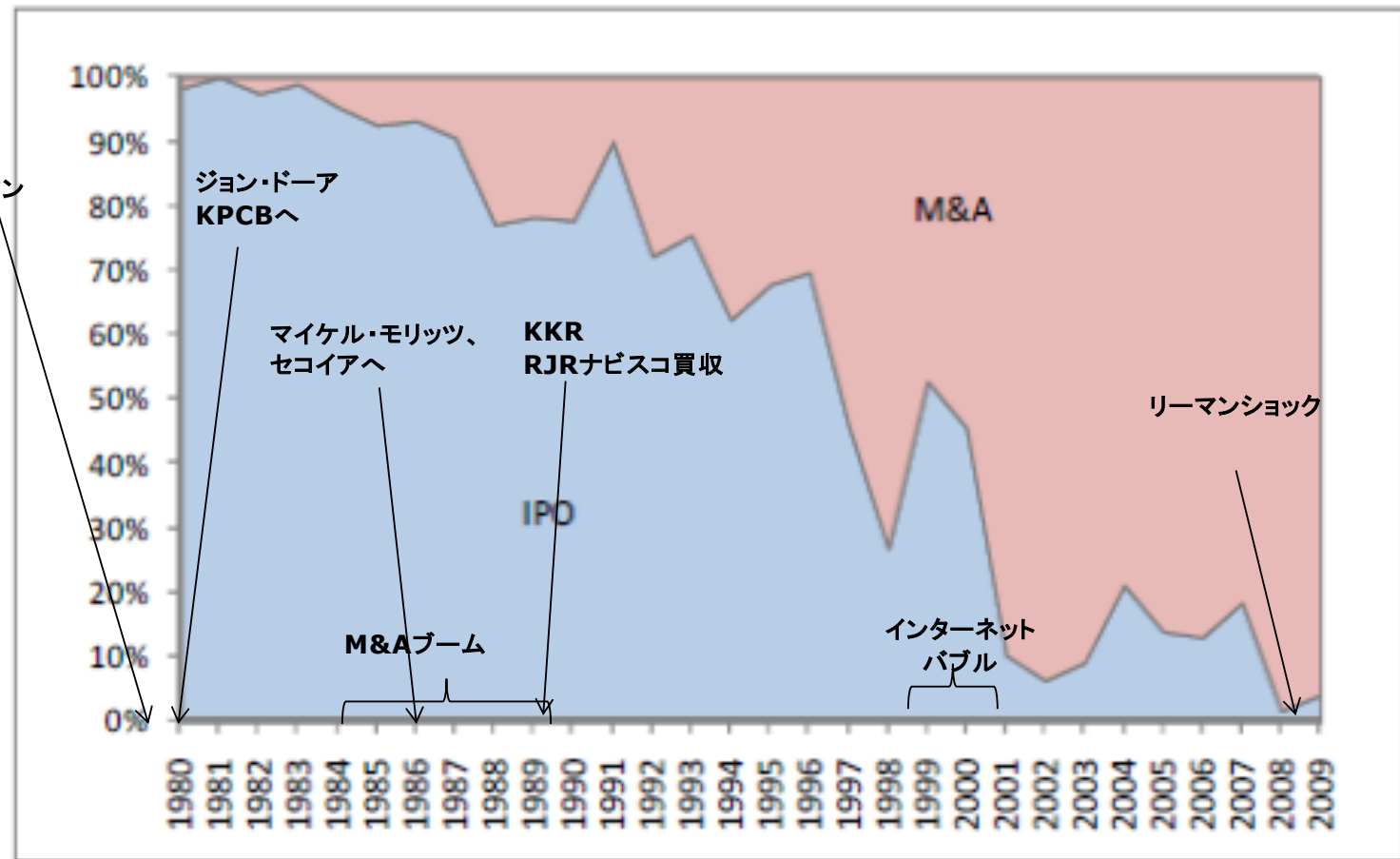
Source: NVCA 2019 Yearbook, Data Provided by PitchBook

生態系の変化に時間がかかる理由

1972
KPCB
Sequoia Capital

1975
米証券自由化

1979
ERISA法
プルードントマン
ルールの緩和



出所: 経済産業省「未上場企業が発行する種類株式に関する研究会報告書」

「トップ」企業に流れ込む資金は5年で「100倍」に

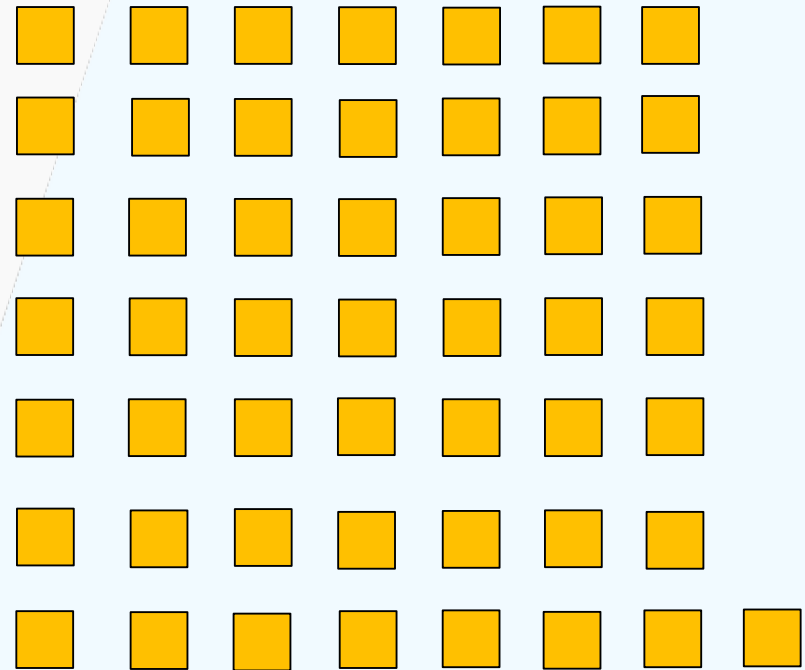
2012



Only 5 startup investments
over \$1M



2017



more than 50 investments
over \$10M

金額の大型化→質的变化

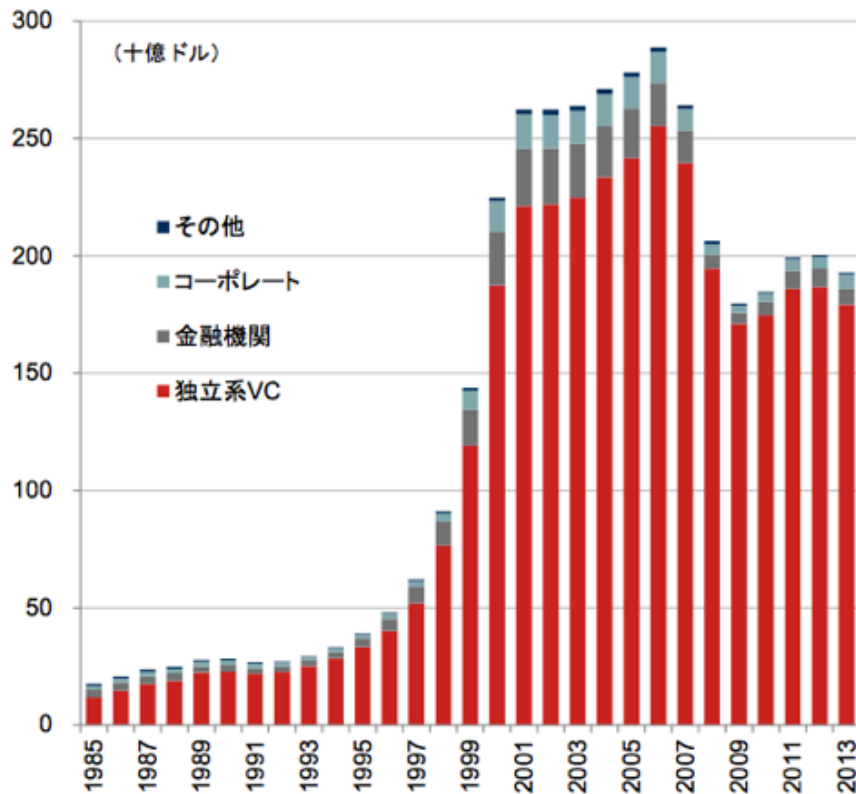
- 極めて優秀な人材が生態系に流入するようになってきた
 - 学生
 - 投資銀行
 - 医者、弁護士、会計士
- 「ベンチャーだから給料は安いけど」の終焉
- 「リスクを取れ！」は、経済合理的でない
- 独立系VC数も、徐々には増加

日本のベンチャーファイナンス

- シリコンバレー比で、投資家の層が圧倒的に薄い
 - 特に、シード～シリーズA
 - 市場メカニズムが働かない
 - 1社だけ関心→そのVCの条件を飲まないと言調達出来ない
- スタートアップの層も圧倒的に薄い
 - 「日本のvaluationはシリコンバレーより高い」？
 - トップ層の成功可能性は、非常に高い

資金仲介者（VC）の役割

米国VC:運用資本残高(Capital Under Management)の推移



(出所) National Venture Capital Association資料より野村資本市場研究所作成

- 米国では独立系VCが多数派
- 独立系VC = 個人事業主 (プロフェッショナル)
- インセンティブは「two-twenty」
 - マネジメントフィーがファンド総額に対し年2%
 - キャリーがキャピタルゲインの20%
- 金額ではCVC大きい

(金融審議会「投資運用等に関するワーキング・グループ」(第1回)、投資運用等を巡る国内外の状況(野村資本市場研究所説明資料)より引用)

「不完備契約」の集まり

- ベンチャー・ファイナンスの本質
 - 未来はわからない
 - 「日本と違って米国のVCの成績はいい」か？
 - 「エージェント問題」
 - 適任者に責任とインセンティブを持たせてやらせる
 - 適切なインセンティブ設計でレピュテーション
- 日本のビジネス界のイノベーションの現状
- スタートアップとVCは、このモデルが最も機能

今後のVCの資金の核は、機関投資家の運用資金

- 日本では、まだほとんど機関投資家の運用資金はVCに入ってきていない
「こんなに儲かってエキサイティングなのに！」
- 一方で、日本には大量の余剰資金（100兆円単位）

世界最大規模の「貯水池」

用水路

肥沃な大地

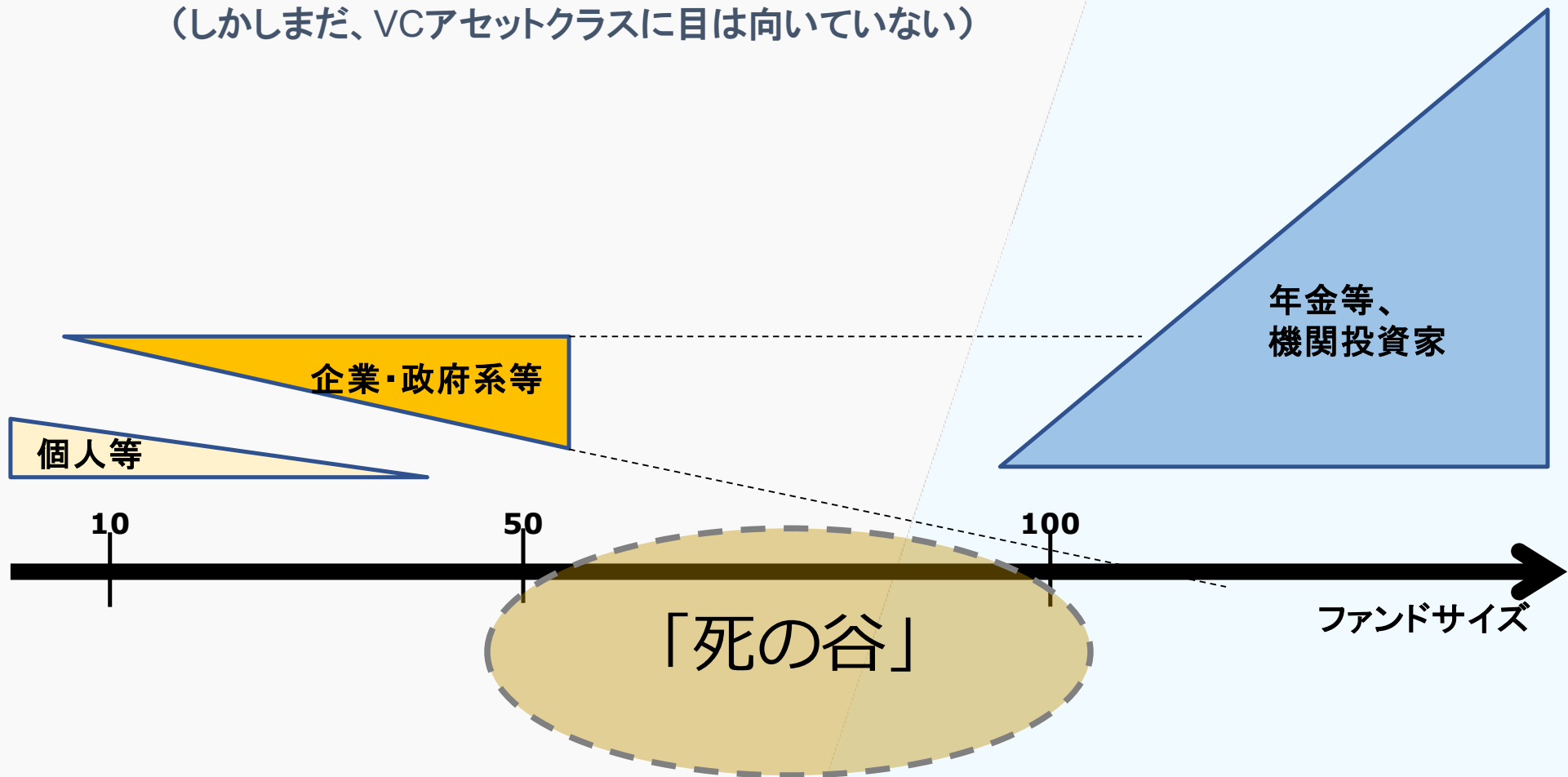
(ただし今まで水はなかった)

w
w

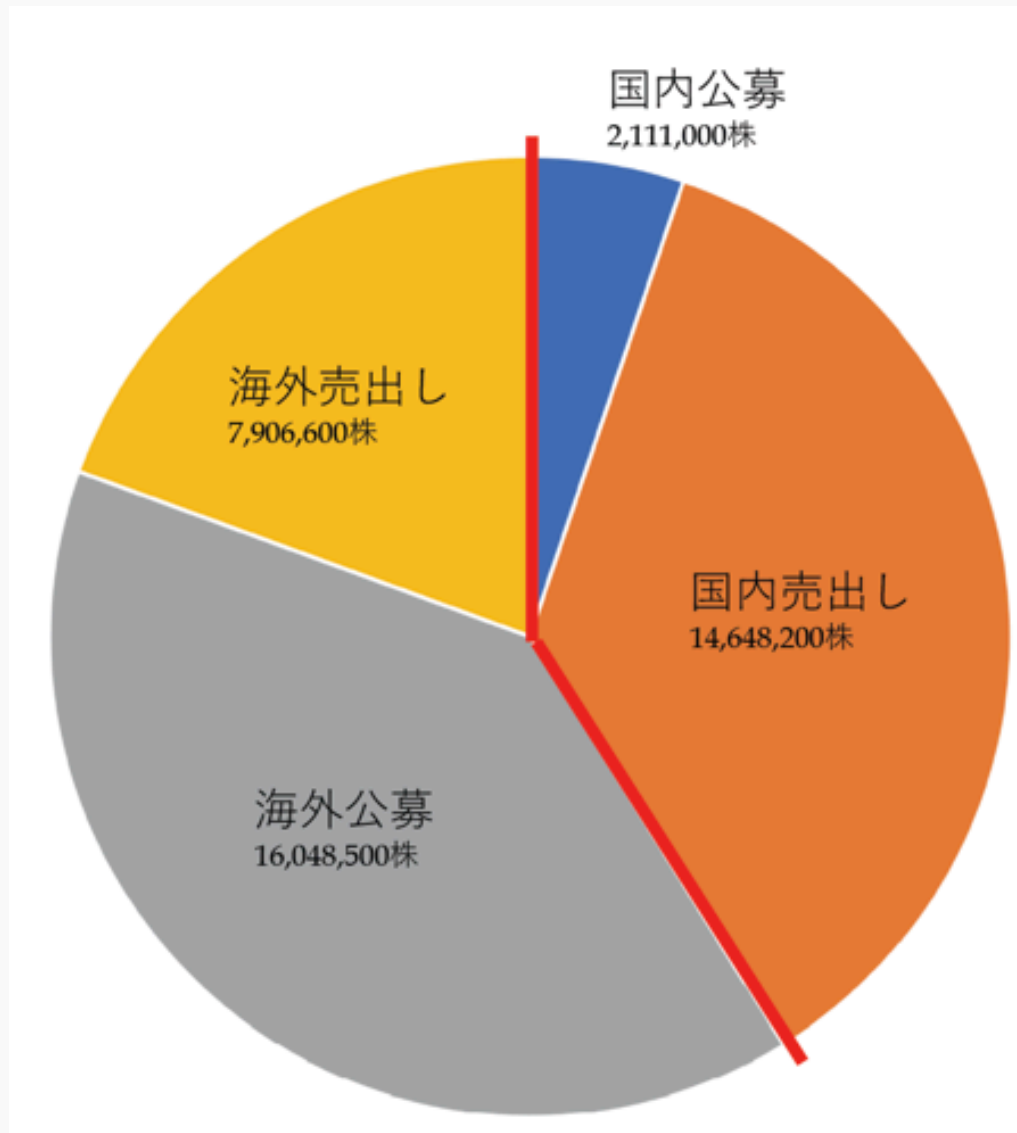
w
w

機関投資家の資金が流入する時代へ

(しかしまだ、VCアセットクラスには目は向いていない)



IPO市場



- よくある日本のベンチャーIPO
 - 公開価格非常に低い
 - 初値が跳ねる
 - 株価、右下がり
- メルカリ
 - グローバル・オフリング
 - 大量保有報告書を提出した投資家はユナイテッドだけ
 - 市場内で売らない
 - 初値との乖離もそこそこ
- 証券会社との交渉力

まとめ

まとめ

- クリティカルな法的・税務的要因は、かなり解消
 - 外為法 事前届出業種にITが追加（8月末以降）
- スタートアップへの人材流入は、すでに加速
 - 「マネジメント・コーチ」
- VCの数を増やす - 競争の創出
- VCアセットクラスに、年金等の機関投資家の目を
 - cf. ERISA法の解釈指針（1979）
- CVC等の「プロフェッショナル」化

femto.vc